

**SET PELUANG PELABURAN, POLISI DIVIDEN DAN STRUKTUR MODAL
DAN PENGARUHNYA TERHADAP NILAI SYARIKAT**

ERLINA

UNIVERSITI SAINS MALAYSIA

2007

**SET PELUANG PELABURAN, POLISI DIVIDEN DAN STRUKTUR MODAL
DAN PENGARUHNYA TERHADAP NILAI SYARIKAT**

oleh

ERLINA

**Tesis yang diserahkan untuk memenuhi keperluan bagi
Ijazah Doktor Falsafah**

Mei 2007

PENGHARGAAN

Alhamdulillahahirabbil 'Aalamin dipanjatkan kepada Allah SWT kerana dengan rahmat dan HidayahNya jualah penyelidik dapat menyelesaikan penulisan tesis ini. Selawat dan salam juga diatitkan kepada nabi besar Muhammad SAW.

Penghargaan dan terima kasih yang setulus-tulusnya disampaikan kepada kedua-dua penyelia iaitu Profesor Dr. Dato' Daing Nasir Ibrahim dan Dr. Zamri Ahmad yang telah banyak memberi bimbingan, tunjuk ajar, kritik dan kesabaran serta pengertian beliau dalam menggalakkan saya sepanjang penyelesaian penulisan tesis ini.

Terima kasih kepada Ketua, sekretaris dan rakan jurusan akuntansi Universitas Sumatera Utara atas izin dan kepercayaannya untuk belajar di Universiti Sains Malaysia. Terima kasih juga dihaturkan kepada Prof. Madya Dr. Zainal Ariffin Ahmad, Prof. Madya Ruhani Ali, Dr. Suhaimi Shahnnon, dan staff di Pusat Pengajian Pengurusan yang telah memberikan perhatian dan dorongan dalam penyelesaian tesis ini.

Akhirnya penghargaan yang setinggi-tingginya dan terima kasih yang setulus-tulusnya dipersembahkan kepada Ayahanda Roesli Hamid dan Ibunda Zainab yang telah memberikan semangat yang tulus ikhlas serta penuh kesabaran dalam menjaga serta mendidik kedua ananda Devi Rosyana Putri dan Agung Wahyudhi Atmanegara. Terima kasih kepada rakan di LGSP terutama Mas Teguh dan Mas Toro yang turut menyokong keberhasilan studi ini. Terima kasih kepada rakan di Fakultas Ekonomi USU dan Pak Bastari yang selalu memberi perhatian, dan dorongan untuk suksesnya studi. Terima kasih kepada rakan siswazah di Pusat Pengajian Pengurusan, terutama, Bang Nardi, Galumbang, Sefnedi, Bang Azhari, Pak Darno, Pak Puspo, Puji, Pak Edi, Pak Buyung serta Syaiful atas kebersamaan dan persaudaraannya. Saya mengharapkan semoga Allah SWT membalas kebaikan kepada semua pihak yang memberikan bantuan dalam menjayakan tesis ini. Amiin.

Erlina
USM, Mei 2007

SUSUNAN KANDUNGAN

	Muka Surat
PENGHARGAAN	i
SUSUNAN KANDUNGAN	ii
SENARAI JADUAL	vii
SENARAI RAJAH	ix
ABSTRACT	x
ABSTRAK	xii
BAB 1 PENDAHULUAN	
1.0 Pendahuluan	1
1.1 Latar belakang	1
1.2 Pernyataan Masalah	10
1.3 Soalan Kajian	12
1.4 Objektif Kajian	13
1.5 Sumbangan Kajian	14
1.6 Susunan Laporan Tesis	15
BAB 2 SOROTAN KARYA	
2.0 Pendahuluan	16
2.1 Set Peluang Pelaburan dan Proksi	16
2.2 Polisi Dividen dan Struktur Modal dalam Teori Kontrak	21
2.3 Struktur Kepemilikan, Dividen dan Struktur Modal dalam Teori Agensi	25
2.4 Peluang Tumbuh, Polisi Syarikat dan Nilai Syarikat	29
2.4.1 Peluang Tumbuh dan Nilai Syarikat	29
2.4.2 Polisi Dividen dan Nilai Syarikat	31
2.4.3 Polisi Struktur Modal dan Nilai Syarikat	35
2.5 Ringkasan	37
BAB 3 KERANGKA TEORETIKAL DAN HIPOTESIS	
3.0 Pendahuluan	39

3.1 Kerangka Teoretikal	39
3.2 Hipotesis	40
3.2.1 Set Peluang Pelaburan dan Nilai Syarikat	40
3.2.2 Set Peluang Pelaburan dan Polisi Dividen	42
3.2.3 Set Peluang Pelaburan dan Polisi Struktur Modal	44
3.2.4 Set Peluang Pelaburan, Polisi Dividen dan Nilai Syarikat	45
3.2.5 Set Peluang Pelaburan, Struktur Modal dan Nilai Syarikat	46
3.2.6 Pemilikan Pengurus, Peluang Tumbuh dan Polisi Dividen	47
3.2.7 Pemilikan Pengurus, Peluang Tumbuh dan Struktur Modal	48
3.3 Ringkasan	49
 BAB 4 KAEDAH PENYELIDIKAN	
4.0 Pendahuluan	50
4.1 Populasi dan Sampel Penyelidikan	50
4.2 Penentuan dan Pengukuran Pembolehubah Penyelidikan	51
4.2.1 Set Peluang Pelaburan	52
4.2.1.1 Proksi Berasaskan Harga	52
4.2.1.2 Proksi Berasaskan Pelaburan	55
4.2.1.2 Proksi Berasaskan Varians	57
4.2.2 Polisi Syarikat	57
4.2.2.1 Polisi Dividen	57
4.2.2.2 Polisi Struktur Modal	57
4.2.3 Pemilikan Pengurus	58
4.2.4 Pembolehubah Kawalan	58
4.2.5 Nilai Syarikat	59
4.3 Penentuan dan Sumber Data	63
4.4 Analisis Data	64
4.4.1 Pengujian Hipotesis Satu	64
4.4.2 Pengujian Hipotesis Dua	64
4.4.3 Pengujian Hipotesis Tiga	65

4.4.4 Pengujian Hipotesis Empat dan Lima	65
4.4.5 Pengujian Hipotesis Enam dan Tujuh	66
4.5 Ringkasan	66
BAB 5 ANALISIS DAN KEPUTUSAN	
5.0 Pendahuluan	67
5.1 Ciri-Ciri Populasi dan Sampel	67
5.2 Data Penyelidikan	68
5.3 Analisis Outlier	69
5.4 Statistik dan Korelasi Proksi Set Peluang Pelaburan	69
5.5 Pengelompokkan Sampel	73
5.6 Deskripsi Statistik Pembolehubah Penyelidikan	78
5.7 Korelasi antara Pembolehubah	81
5.8 Pengujian Andaian Klasik	83
5.8.1 Ujian Normaliti	83
5.8.2 Ujian Multikolineariti	84
5.8.3 Ujian Heteroskedastisiti	86
5.8.4 Ujian Autokorelasi	87
5.9 Ujian Chow	90
5.10 Hipotesis Kajian	90
5.10.1 Kesan Peluang Tumbuh dan Nilai Syarikat	90
5.10.2 Kesan Peluang Tumbuh dan Polisi Dividen	92
5.10.3 Kesan Peluang Tumbuh dan Struktur Modal	94
5.10.4 Polisi Dividen sebagai Pembolehubah Pencelah	96
5.10.5 Struktur Modal sebagai Pembolehubah Pencelah	99
5.10.6 Pemilikan Pengurus sebagai Pembolehubah Penyederhana	102
5.11 Ringkasan	108
BAB 6 PERBINCANGAN DAN KESIMPULAN	
6.0 Pendahuluan	111
6.1 Ringkasan dan Interpretasi Penemuan Kajian	111
6.1.1 Deskripsi Peluang Pelaburan, Polisi Syarikat dan Nilai Syarikat di Indonesia	111

6.1.2 Kesan Peluang Tumbuh dan Nilai Syarikat	113
6.1.3 Kesan Peluang Tumbuh dan Polisi Dividen	115
6.1.4 Kesan Peluang Tumbuh dan Polisi Struktur Modal	118
6.1.5 Polisi Dividen Sebagai Pembolehubah Pencelah	120
6.1.6 Polisi Struktur Modal Sebagai Pembolehubah Pencelah	126
6.1.7 Pemilikan Pengurus Sebagai Pembolehubah Penyederhana	127
6.2 Implikasi	130
6.2.1 Implikasi ke atas Teori	130
6.2.2 Implikasi ke atas Pelabur	131
6.3 Batasan Kajian	132
6.4 Kesimpulan	133
RUJUKAN	136
LAMPIRAN	144
A Hasil Ujian Sebelum Krisis	
1. Diskripsi dan Korelasi Proksi IOS	145
2. Analisis Faktor	146
3. Diskripsi dan Korelasi Pembolehubah Penyelidikan	149
4. Ujian Hipotesis 1	150
5. Ujian Hipotesis 2	153
6. Ujian Hipotesis 3	156
7. Ujian Hipotesis 4	159
8. Ujian Hipotesis 5	163
9. Ujian Hipotesis 6	167
10. Ujian Hipotesis 7	170
B Hasil Ujian Masa Krisis	
1. Diskripsi dan Korelasi Proksi IOS	173
2. Analisis Faktor	174
3. Diskripsi dan Korelasi Pembolehubah Penyelidikan	176
4. Ujian Hipotesis 1	177
5. Ujian Hipotesis 2	180
6. Ujian Hipotesis 3	183

	7. Ujian Hipotesis 4	186
	8. Ujian Hipotesis 5	190
	9. Ujian Hipotesis 6	194
	10. Ujian Hipotesis 7	198
C	Hasil Ujian Selepas Krisis	
	1. Diskripsi dan Korelasi Proksi IOS	201
	2. Analisis Faktor	202
	3. Diskripsi dan Korelasi Pembolehubah Penyelidikan	205
	4. Ujian Hipotesis 1	206
	5. Ujian Hipotesis 2	208
	6. Ujian Hipotesis 3	211
	7. Ujian Hipotesis 4	213
	8. Ujian Hipotesis 5	216
	9. Ujian Hipotesis 6	221
	10. Ujian Hipotesis 7	224
D	Hasil Ujian Chow	227

SENARAI JADUAL

Jadual		Muka Surat
Jadual 2.1	Proksi Set Peluang Pelaburan	18
Jadual 5.1	Deskripsi Statistik Proksi Set Peluang Pelaburan	70
Jadual 5.2	Korelasi Antara Proksi Set Peluang Pelaburan	72
Jadual 5.3	Analisis Faktor Set Peluang Pelaburan	75
Jadual 5.4	Ringkasan Proses Seleksi Sampel	78
Jadual 5.5	Statistik Deskriptif Pembolehubah	79
Jadual 5.6	Korelasi antara Pembolehubah	82
Jadual 5.7	Ujian Multikolineariti	85
Jadual 5.8	Ujian Autokorelasi	89
Jadual 5.9	Ringkasan Hasil Ujian Hipotesis Satu	91
Jadual 5.10	Ringkasan Hasil Ujian Hipotesis Dua	93
Jadual 5.11	Ringkasan Hasil Ujian Hipotesis Tiga	95
Jadual 5.12	Kesan Polisi Dividen sebagai Pembolehubah Pencelah	98
Jadual 5.13	Ringkasan Ujian Hipotesis Empat	99
Jadual 5.14	Kesan Struktur Modal sebagai Pembolehubah Pencelah	100
Jadual 5.15	Ringkasan Hasil Ujian Hipotesis Lima	102
Jadual 5.16	Hasil Regresi Efek Penyederhana Pemilikan Pengurus dalam Hubungan Peluang Tumbuh dengan Polisi Dividen	103
Jadual 5.17	Hasil Regresi Efek Penyederhana Pemilikan Pengurus dalam Hubungan Peluang Tumbuh dan Struktur Modal	106
Jadual 5.18	Ringkasan Hasil Ujian Hipotesis	108

SENARAI RAJAH

Rajah	Muka Surat
Rajah 1.1 Hasil penelitian terhadap piawai tadbir urus korporat Di beberapa negara	6
Rajah 3.1 Model hubungan set peluang pelaburan, pemilikan pengurus, polisi syarikat dan nilai syarikat	40
Rajah 5.1 Ujian normaliti	84
Rajah 5.2 Ujian heteroskedastisiti	87

SET PELUANG PELABURAN, POLISI DIVIDEN DAN STRUKTUR MODAL DAN PENGARUHNYA TERHADAP NILAI SYARIKAT

ABSTRAK

Kajian ini mengkaji hubungan antara set peluang pelaburan dengan nilai syarikat, pemilikan pengurus dan polisi syarikat di Indonesia. Sebagai proksi daripada pertumbuhan syarikat, set peluang pelaburan dihipotesiskan memiliki pengaruh yang positif dengan nilai syarikat. Walaupun demikian, hubungan tersebut tidak langsung, tetapi melalui polisi syarikat seperti polisi dividen dan polisi struktur modal yang ditentukan oleh pengurus syarikat. Indonesia merupakan pasaran modal berkembang yang bercirikan tumpuan pemilikan yang tinggi dan pemilikan pengurus yang rendah. Berdasarkan hal tersebut, dihipotesiskan bahawa pemilikan pengurus memperkuat hubungan antara pertumbuhan syarikat dengan polisi syarikat. Populasi kajian ini adalah syarikat yang tersenarai di Bursa Efek Jakarta. Sampel kajian adalah seluruh populasi kecuali syarikat yang diklasifikasikan sebagai industri perbankan dan industri kewangan. Kajian dipisahkan kepada 3 tempoh, iaitu tempoh sebelum krisis, tempoh masa krisis dan tempoh selepas krisis. Kajian ini mendapati bahawa peluang tumbuh mempunyai hubungan positif dengan nilai syarikat baik dalam tempoh sebelum krisis, masa krisis dan selepas krisis. Peluang tumbuh mempunyai hubungan negatif dan signifikan dengan polisi struktur modal. Sebaliknya, peluang tumbuh syarikat tidak mempunyai hubungan negatif dan signifikan dengan polisi dividen. Analisis regresi berhierarki juga dilakukan untuk mengenal pasti peranan polisi struktur dividen dan polisi struktur modal sebagai pembolehubah pencilah. Analisis ini mendapati bahawa polisi dividen tidak mempunyai kesan sebagai pembolehubah pencilah keatas perhubungan

peluang tumbuh syarikat dengan nilai syarikat. Polisi struktur modal mempunyai kesan sebagai pembolehkan pencelah. Sebagai pembolehkan penyederhana, pemilikan pengurus tidak berperanan memperkuat perhubungan antara peluang tumbuh syarikat dengan polisi dividen. Tetapi sebaliknya, pemilikan pengurus memperkokoh perhubungan antara peluang tumbuh syarikat dengan polisi struktur modal.

INVESTMENT OPPORTUNITY SET, DIVIDEND POLICY, AND CAPITAL STRUCTURE AND THE EFFECT ON FIRM VALUE

ABSTRACT

This study examines the linkages between investment opportunity set (IOS), firm value, managerial ownership and firm policies in Indonesia. As a measure of growth, IOS is hypothesized to have a positive relationship with firm value. However, it is argued here that the linkage may not be direct, for there is a role played by firm policies on dividends and capital structure. The relationship between IOS and firm value could be mediated by firm policies, as determined by the agents of the firm, namely the managers. Indonesia is a unique developing market characterized by high ownership concentration and low level of managerial ownership. This market feature could therefore moderate the link between firm growth rate and firm policies on dividends and capital structure. The population of this study are listed companies. The sample used comprises were all companies except for those companies classified under the banking and financial sector. The analysis of this research is separated into 3 periods, namely, before, during and after crisis. The results of this study found that growth opportunities have a positive and significant relationship with firm value. Growth opportunities were found to significantly and negatively influence capital structure policy. On the other hand, growth opportunity had no significant and negative relationship with dividend policy. Hierarchical regression analysis was employed to test dividend policy and capital structure policy as mediating variables. This study discovered that capital structure policy mediates the relationship between growth opportunity and firm value, but dividend policy did not act as a mediating variable in the relationship between growth opportunity and firm value. As a moderating variable, managerial ownership strengthens the

negative relationship between firm growth and capital structure policy. On the other hand, managerial ownership did not strengthen the negative relationship between firm growth and dividend policy.

BAB I

PENDAHULUAN

1.0 Pengenalan

Bab ini akan menghuraikan latar belakang masalah yang mendasari hubungan antara set peluang pelaburan, polisi syarikat dan nilai syarikat, pernyataan masalah, soalan kajian, objektif kajian, sumbangan kajian dan diakhiri dengan pembentangan urutan tesis.

1.1 Latar Belakang

Pelabur membeli saham kerana mereka mengharapkan paras pulangan yang baik daripada pelaburan yang dibuat pada tahap risiko yang wajar. Secara am, ada dua matlamat yang diinginkan pelabur ketika mereka membuat pelaburan iaitu: (1) mengharapkan dividen daripada saham yang dibeli, dan (2) mengharapkan untung laba modal yang terjadi sebagai akibat perubahan harga saham yang dibeli.

Tujuan utama sesebuah syarikat adalah untuk memaksimumkan kekayaan pemegang saham yang diertikan melalui pemaksimuman harga saham daripada syarikat tersebut. Dengan kata lain, pemaksimuman harga saham merupakan tujuan yang paling penting sesebuah syarikat.

Salah satu faktor yang menentukan harga saham adalah kemampuan syarikat dalam menghasilkan aliran wang tunai kini dan pada masa yang akan datang. Ada beberapa cara yang dapat dilakukan untuk meningkatkan aliran wang tunai. Keseluruhan cara tersebut memerlukan penyertaan aktif daripada setiap pengurus bahagian dalam syarikat. Pengurus kewangan juga harus memutuskan cara untuk membuat perbelanjaan syarikat dan berapa peratus

daripada keuntungan kini yang harus ditahan dan dilaburkan kembali atau dibahagikan sebagai dividen.

Setiap polisi pelaburan dan pembiayaan akan mempengaruhi paras, tempoh, dan risiko daripada aliran wang tunai syarikat, dan akhirnya akan mempengaruhi harga saham syarikat. Secara amnya, pengurus akan melakukan polisi pembiayaan dan pelaburan yang akan memaksimumkan harga saham daripada syarikat tersebut.

Istilah set peluang pelaburan diperkenalkan oleh Myers (1977). Myers membahagikan nilai syarikat kepada dua bahagian iaitu: (1) nilai kini daripada aset sedia ada (*asset in place*) dan (2) nilai kini daripada peluang pelaburan dan peluang tumbuh pada masa akan datang. Berdasarkan Myers, nilai daripada peluang tumbuh bergantung pada pelaburan pada masa akan datang, sedangkan nilai dari aset sedia ada tiada berdasarkan nilai di masa yang akan datang (Myers, 1977). Mason dan Merton (1985) menyebutkan bahawa syarikat merupakan sesuatu kombinasi aset sedia ada dan pelaburan pada masa akan datang (pilihan tumbuh). Yang dapat dikatakan pilihan tumbuh ialah projek pembinaan keupayaan, pengenalan produk baru, pemerolehan syarikat, pelaburan dalam jenama melalui pengiklanan, dan juga pembaikan daripada aset yang telah ada.

Set peluang pelaburan mempunyai peranan yang sangat penting dalam pembiayaan syarikat. Gabungan antara aset sedia ada dan peluang pelaburan mempengaruhi struktur modal syarikat (Gaver & Gaver, 1993; Gul, 1999; Smith & Watts, 1992), kematangan dan struktur perjanjian daripada kontrak hutang (Skinner, 1993), polisi pembayaran dividen syarikat (Gaver & Gaver, 1993; Gul, 1999; Smith & Watts, 1992), kontrak pembayaran (Gaver & Gaver, 1993; Smith

& Watts, 1992), dan polisi perakaunan syarikat (McLelland, 2003). Dengan demikian, pengukuran set peluang pelaburan syarikat mendapat perhatian yang utama dalam kajian kewangan syarikat.

Secara amnya, proksi digunakan untuk mengukur set peluang pelaburan syarikat kerana set peluang pelaburan secara khusus tiada dapat diamati oleh pihak luar syarikat. Menurut Baker (1993), hal ini merupakan suatu masalah yang penting dalam kajian empiris kewangan syarikat. Gaver dan Gaver (1993) mengatakan bahawa pilihan tumbuh merupakan sesuatu yang tersembunyi dan tiada dapat diamati, maka diperlukan sesuatu set peluang pelaburan untuk menggambarkan hal tersebut. Beberapa proksi daripada set peluang pelaburan telah digunakan dalam karya perakaunan dan kewangan. Proksi tersebut dapat dikelompokkan pada tiga jenis iaitu: (1) proksi berdasarkan harga, (2) proksi berdasarkan pelaburan dan (3) proksi berdasarkan varians.

Pengkaji-pengkaji terdahulu menyarankan penyelidik untuk menggunakan beberapa proksi agar penyelidikan memberikan hasil yang lebih tepat dalam menentukan ciri-ciri syarikat. Penggunaan proksi juga akan mengurangkan kesalahan dalam menentukan peringkat pertumbuhan syarikat (Gaver & Gaver, 1993; Sami, Ho dan Lam, 1999).

Dalam beberapa tahun ini, karya perakaunan telah memberikan perhatian yang cukup banyak dalam melakukan penyelidikan hubungan antara proksi set peluang pelaburan dengan pemilihan polisi syarikat termasuk polisi pembiayaan, pembayaran dividen dan pembayaran gaji (Abbott, 2001; Gaver & Gaver, 1993; Gul, 1999; Smith & Watts, 1992; Skinner, 1993). Manakala penyelidikan hubungan antara set peluang pelaburan syarikat dengan polisi syarikat belum banyak dilakukan di pasaran berkembang (*emerging market*).

La Porta et al. (1999) mendapati bahawa syarikat-syarikat di Asia mempunyai penumpuan pemilikan yang dominan. Isu-isu ini merupakan hal yang penting bagi pasaran yang mempunyai penumpuan pemilikan yang tinggi, serta pengarah atau pengurus syarikat merupakan anggota keluarga kepada pemilik syarikat yang dominan (Chen & Jaggi, 2000; Ho & Wong, 2001).

Tadbir urus korporat di negara-negara seperti Amerika Syarikat dan England berbeza dengan di negara-negara Asia Tenggara (Gugler & Yurtoglu, 2001). Di negara-negara ini, pemilikan saham relatif lebih tersebar, sehingga setiap pelabur individu mempunyai keterbatasan dalam mengawasi pengurus. Pada keadaan seperti ini, konflik utama dalam tadbir urus korporat hanya terjadi antara pengurus dengan pemegang saham. Di negara-negara Asia Tenggara, pemilikan saham umumnya berpusat, sehingga konflik terjadi antara pemegang saham minoriti dan pemegang saham majoriti yang mempunyai pengendalian/pengawasan yang besar.

Perlindungan pelabur merupakan hal yang sangat penting, kerana dapat mendorong perkembangan pasaran modal (La Porta et al, 2000). Jika pelabur dilindungi daripada perampasan hakmilik, mereka akan berani membayar lebih mahal terhadap saham, sehingga akan menarik syarikat untuk menerbitkan sekuriti.

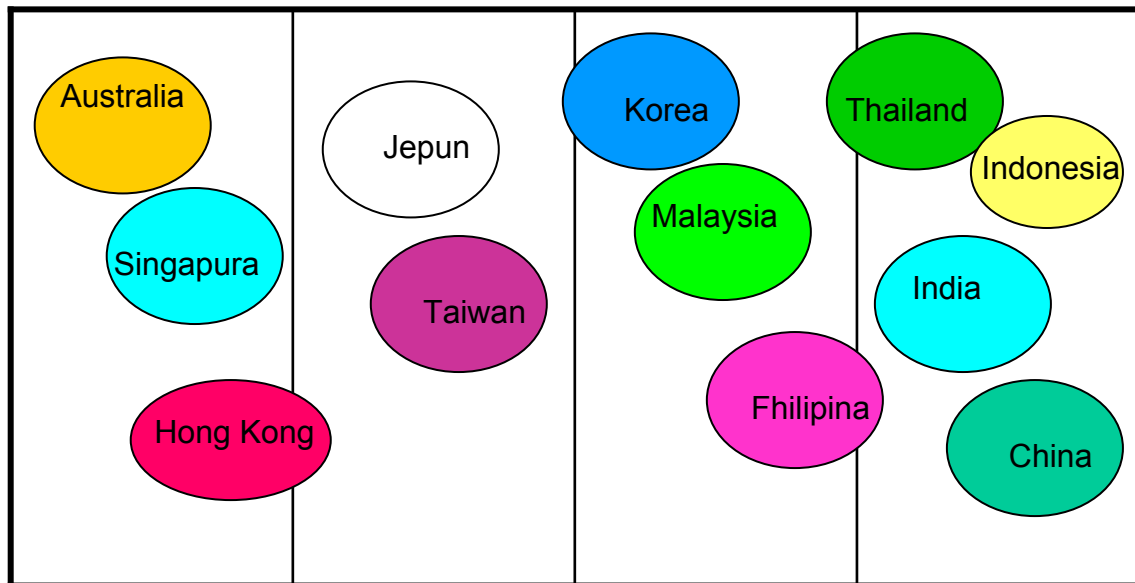
Bukti empiris menunjukkan bahawa Indonesia merupakan negara berkembang yang mempunyai ciri-ciri yang unik, seperti mempunyai penumpuan pemilikan yang tinggi, pemilikan pengurus yang rendah dan kurangnya peraturan untuk melindungi pelabur (Setiawan, 2004). Selain itu, penumpuan pemilikan syarikat yang tinggi mengakibatkan syarikat melantik anggota keluarganya sebagai pengarah dan eksekutif kanan. Indonesia juga

mempunyai kerangka berperaturan yang unik (keperluan pelaporan kewangan relatif tiada terlalu ketat), serta struktur tadbir urus korporat yang unik (beberapa syarikat dikawal oleh anggota keluarga).

Suatu tinjauan pada tahun 1999 oleh PricewaterhouseCoopers terhadap pelabur-pelabur antarabangsa di Asia, menunjukkan bahawa Indonesia dinilai sebagai salah satu yang terburuk dalam bidang piawai-piawai perakaunan dan amalan, kebertanggungjawaban terhadap para pemegang saham, piawai-piawai pengungkapan yang jelas serta proses-proses pengurusan syarikat.

Satu kajian lain menunjukkan bahawa tahap perlindungan pelabur di Indonesia merupakan yang terendah di Asia Tenggara. Rajah 1.1 berikut ini menggambarkan cara penerapan piawai tadbir urus korporat di beberapa negara termasuk Indonesia.

Di Indonesia, pemilikan syarikat yang berdaftar di bursa saham sangat terpusat, dan peratusan pengurus yang termasuk dalam kumpulan pengawal juga sangat tinggi. Hal ini pada hakikatnya merupakan ciri khas bagi suatu syarikat yang sedang berkembang serta pasaran modal yang dalam pertumbuhan. Akan tetapi, sementara ekonomi dan syarikat-syarikat di Indonesia semakin memerlukan ekonomi dunia untuk melakukan pembiayaan syarikat mereka serta pembelian dan penjualan produk-produknya, perhatian terhadap piawai-piawai tadbir urus korporat yang disepakati pada tahap antarabangsa merupakan keharusan bagi Indonesia.



Paling Baik

Paling Buruk

Rajah 1.1 Hasil penelitian terhadap penerapan piawai tadbir urus korporat di beberapa negara

Ada beberapa faktor yang menyebabkan tadbir urus korporat yang buruk di Indonesia. Pertama, kedudukan dan peranan pemberi hutang dalam tadbir urus korporat masih lemah kerana pengelolaan syarikat, baik oleh para pemberi hutang mahupun pengelolaan bank-bank itu sendiri, masih sangat kurang baik. Pengendalian dalaman yang lemah dan kerangka-kerangka pengaturan yang kurang cukup bagi bank dan badan-badan kewangan bukan bank lainnya ditambah lagi sistem pengurusan risiko dalaman bank yang tampaknya belum dikembangkan menjelaskan hal tersebut. Kedua, pengamatan pasaran masih kurang kerana pihak pemberi hutang dan pesaing sering merupakan sebahagian daripada konglomerat-konglomerat yang dimiliki oleh keluarga yang sama yang juga turut mempunyai syarikat-syarikat pemberi pinjaman dana. Ketiga, perlindungan hukum bagi pemberi hutang masih lemah kerana sistem pengadilan yang tiada efisien di Indonesia. Lagi pula, undang-undang kemuflihan dan prosedur-prosedurnya pada umumnya tiada aktif di Indonesia,

baik dalam melindungi pihak pemberi hutang mahupun dalam menjatuhkan hukuman terhadap pihak peminjam. Keempat, *commisaries* pada umumnya tiada efektif dalam menjaga kepentingan-kepentingan para pemegang saham, oleh sebab pemegang saham berdasarkan hubungan keluarga mempunyai kedudukan yang dominan. Mekanisme pengendalian, seperti mewakili kepentingan pihak ketiga melalui *Independent Commisaries* dan *Independent Committee* untuk jawatan kuasa pengimbuhan dan jawatan kuasa nominasi serta jawatan kuasa pemeriksaan belum ada. Kejelasan masih sangat kurang kerana praktis-praktis pengungkapan, piawai-piawai perakaunan serta pelaksanaannya masih belum memadai.

Abeng (2000) menyatakan bahawa syarikat konglomerat pada masa ini memasuki masa-masa sukar. Hal ini kerana syarikat yang tersenarai dalam bursa saham Jakarta mempunyai ciri-ciri yang unik iaitu penumpuan pemilikan tinggi, pemilikan pengurus yang rendah, dan pengurus syarikat merupakan anggota keluarga daripada pemilik yang mempunyai penumpuan pemilikan yang tinggi dan tiada ada perbezaan antara pemilik dengan pengurus.

Beberapa penyelidikan terdahulu di Indonesia mendapati bahawa hutang atas ekuiti mempunyai hubungan dengan pemilikan pengurus dan masalah ancaman moral (Kwik, 1994 & 1996; Wibisono, 1998). Manakala Setiawan (2004) menemukan bahawa tiada ada hubungan antara pemilikan pengurus dengan pemilihan hutang atas ekuiti di Indonesia.

Setiawan (2004) mendapati bahawa pemilikan pengurus yang rendah membuat pengurus mempunyai keterbatasan dalam melaksanakan rancangan mereka sendiri dan pemaksimuman kepentingan mereka. Dengan kata lain,

pemilikan pengurus yang rendah membuat pengurus mempunyai ketiadamampuan dalam menentukan polisi syarikat.

Polisi syarikat dipengaruhi oleh penyebaran saham antara pihak luar syarikat dengan pengurus syarikat. Pemilikan pengurus dapat menjadi sumber kekuatan bagi pengurus sehingga kedudukannya menjadi sama seperti pemegang saham luar. Pemilikan pengurus dapat menyamakan atau mensejajarkan kepentingan pengurus dan pemegang saham, sehingga sedikit kemungkinan bagi pengurus untuk melakukan sesuatu tindakan yang berbeza dengan keinginan pemegang saham (Aggarwal and Samwick, 1999; Hermalin & Weisbach, 1991; Morck, Shleifer and Vishny, 1988).

Secara teori dan empirikal, pendekatan positif terhadap teori agensi telah mendukung bahawa pemilikan pengurus sebagai suatu alat untuk mensejajarkan kepentingan pengurus atasan dengan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976; Singh & Harianto, 1989). Ini bermakna, jika pengurus mempunyai saham di dalam syarikat, maka mereka akan melakukan sesuatu tindakan yang sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Sebagai contoh, mereka akan membuat sesuatu keputusan pembiayaan dan pembayaran dividen yang dapat meningkatkan nilai syarikat. Aspek ini adalah penting kerana syarikat dihadapkan pada sesuatu ketiadapastian yang cukup tinggi sebagai syarikat yang mempunyai tahap peluang pelaburan yang tinggi. Setiap keputusan pembiayaan dan pelaburan akan mempengaruhi peringkat, waktu dan risiko daripada aliran wang tunai syarikat. Secara amnya, pengurus akan membuat sesuatu keputusan pembiayaan dan pelaburan yang dirancang untuk memaksimumkan nilai syarikat melalui pemaksimuman harga saham.

Perbezaan harga saham syarikat yang tumbuh dan tiada tumbuh terbentuk atas keyakinan bahawa keuntungan dan aliran wang tunai pada masa hadapan syarikat yang tumbuh lebih besar daripada syarikat yang tiada tumbuh. Pelabur dan pengurus syarikat tertarik pada pertumbuhan syarikat kerana memberikan aspek yang positif. Sebagai contoh, pertumbuhan syarikat merupakan isyarat atau tanda bahawa syarikat mempunyai prospek yang menguntungkan syarikat dan mereka berharap taraf pulangan ke atas pelaburan yang dibuat mereka akan lebih tinggi. Dengan demikian, pertumbuhan syarikat mempunyai hubungan positif dengan nilai syarikat.

Walaupun ada teori yang menyokong hipotesis bahawa peluang tumbuh mempunyai hubungan dengan nilai syarikat, tetapi kajian-kajian dalam bidang ini masih kurang mendapat perhatian daripada penyelidik-penyelidik terdahulu. Model maklumat asimetri daripada Ambarish, John dan William (1987) dan teori aliran tunai bebas daripada Jensen (1986) menyatakan bahawa ada hubungan antara peluang tumbuh dengan nilai syarikat. Kedua-duanya meramal bahawa syarikat yang tiada tumbuh, iaitu syarikat yang mempunyai peluang tumbuh yang terbatas, diramal mempunyai hubungan yang negatif dengan harga saham. Sedangkan untuk syarikat yang tumbuh, iaitu syarikat yang mempunyai peluang tumbuh yang tinggi diramal mempunyai hubungan positif dengan harga saham.

Berasaskan huraian di atas, maka kajian ini akan mengkaji pemilihan pengurus sebagai pembolehubah penyederhana antara peluang tumbuh dengan polisi syarikat di Indonesia. Hal ini dilakukan kerana ada perbezaan hasil kajian sebelumnya yang mengkaji hubungan antara pemilihan pengurus dengan polisi syarikat.

Di samping itu, kajian ini dilakukan untuk menyelidik apakah pengaruh peluang tumbuh terhadap nilai syarikat melalui polisi dividen dan struktur modal. Kajian ini dilakukan untuk mendapatkan sesuatu pemahaman yang lebih baik tentang ciri-ciri keputusan polisi syarikat di Indonesia.

1.2 Penyataan Masalah

Penyelidikan-penyelidikan lepas yang mengkaji hubungan antara set peluang pelaburan dengan polisi syarikat didapati menghasilkan penemuan yang berbeza (Barclay, Smith & Watts, 1998; Cahan & Hossain, 1996; Gaver & Gaver, 1993; Gul, 1999; Kalapur & Trombley, 1999; Sami, 1999; Skinner, 1993; Smith & Watts, 1992). Penyelidik lainnya telah mengkaji hubungan antara pertumbuhan syarikat dengan nilai syarikat (Ambarish et al., 1986). Mereka mencadangkan bahawa nilai syarikat dipengaruhi oleh pertumbuhan syarikat melalui polisi syarikat. Penyelidikan mereka tiada menggunakan set peluang pelaburan sebagai petunjuk pertumbuhan syarikat. Kajian yang dilakukan mereka hanya menggunakan satu proksi daripada proksi set peluang pelaburan. Disamping itu, ada beberapa penyelidik yang mengkaji hubungan antara pemilikan pengurus dengan polisi syarikat (Agrawal & Mandelker, 1987; Crutchley & Hansen, 1989; Jensen et al., 1992; Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1986; Kim & Sorensen, 1986; Mehran, 1992). Hasil penyelidikan mereka memberikan hasil yang berbeza.

Beberapa kajian mengenai hubungan antara set peluang pelaburan terhadap polisi syarikat-syarikat di Indonesia telah dilakukan oleh penyelidik-penyelidik sebelumnya (Erlina & Mulyani, 2004; Risanty, 2003; Subekti, 2001). Sebagai tambahan, hubungan antara pemilikan pengurus dan polisi syarikat

juga telah dikaji oleh Arrayani (2003), Maksum (2002), Namiko (2004), dan Setiawan (2004). Mereka mendapati bahawa pemilikan pengurus tiada mempengaruhi polisi syarikat. Manakala peranan daripada pemilikan pengurus sebagai penyederhana dalam hubungan antara set peluang pelaburan dengan polisi syarikat belum pernah dilakukan dalam penyelidikan sebelumnya.

Pemilikan pengurus merupakan hal penting bagi syarikat yang mempunyai peluang tumbuh dengan dua alasan, iaitu: (1) syarikat yang tumbuh berpotensi untuk memperoleh keuntungan yang besar tetapi kewujudan keuntungan tersebut akan tertunda, dengan wujudnya pemilikan pengurus, maka pengurusan pendapatan dapat dihindari, (2) konflik kepentingan antara pemegang saham dengan pengurus adalah lebih besar pada syarikat yang bertumbuh. Hal ini kerana adanya sedikit pembatasan aktiviti kepengurusan sebagai pengurus untuk menggunakan keputusan pembiayaan, pengurus disarankan untuk lebih mengutamakan penggunaan pembiayaan melalui ekuiti daripada menggunakan hutang (Skinner, 1993). Jika syarikat yang mempunyai peluang tumbuh menggunakan hutang, maka sebahagian keuntungan akan dibahagikan kepada pihak pemberi hutang.

Berasaskan huraian tersebut, syarikat yang tumbuh akan menggunakan pemilikan pengurus sebagai suatu cara agar pengurus syarikat melakukan polisi syarikat yang dapat meningkatkan nilai syarikat. Hal ini kerana nilai sesuatu syarikat bergantung pada keputusan pembiayaan untuk pelaburan (Jensen & Meckling, 1976; Singh & Harianto, 1989).

Pada satu pihak, beberapa penyelidikan sebelumnya yang dilakukan di Indonesia menemukan bahawa tiada wujud hubungan antara pemilikan pengurus dengan struktur modal (Arrayani, 2003; Erlina & Mulyani, 2004;

Maksum, 2002; Namiko, 2004; Setiawan, 2004), dan tiada wujud hubungan antara pemilikan pengurus dengan polisi dividen (Erlina & Mulyani, 2004).

Kini, tiada kajian yang menyelidiki hubungan antara set peluang pelaburan dengan nilai syarikat. Berdasarkan hal tersebut, penyelidikan ini mencuba untuk melihat pengaruh polisi syarikat sebagai pencelah antara peluang tumbuh dengan nilai syarikat, dan jika pemilikan pengurus akan menyederhanakan hubungan antara set peluang pelaburan dengan polisi syarikat.

1.3 Soalan Kajian

Berdasarkan latar belakang dan pernyataan masalah yang telah dijelaskan di atas, maka soalan kajian ini seperti berikut:

1. Bagaimanakah deskripsi set peluang pelaburan, polisi syarikat dan nilai syarikat di Indonesia?
2. Apakah hubungan antara peluang tumbuh dengan nilai syarikat?
3. Apakah hubungan antara peluang tumbuh dengan nilai syarikat yang dicelahi oleh polisi dividen?
4. Apakah hubungan antara peluang tumbuh dengan nilai syarikat yang dicelahi oleh struktur modal?
5. Apakah hubungan antara peluang tumbuh dengan polisi dividen?
6. Apakah hubungan antara peluang tumbuh dengan struktur modal?
7. Adakah interaksi antara pemilikan pengurus dengan peluang tumbuh mempengaruhi polisi dividen?
8. Adakah interaksi antara pemilikan pengurus dengan peluang tumbuh mempengaruhi polisi struktur modal?

1.4 Objektif Kajian

Matlamat kajian ini adalah untuk mengkaji sama ada set peluang pelaburan mempunyai kemampuan untuk menjelaskan polisi syarikat dan nilai syarikat di Indonesia. Kedua, penyelidikan ini juga dilakukan untuk melihat polisi syarikat sebagai pencelah hubungan antara peluang tumbuh dengan nilai syarikat. Penyelidikan ini juga dilakukan untuk melihat sama ada pemilikan pengurus memperkuat hubungan antara peluang tumbuh dengan polisi syarikat.

Secara keseluruhan tujuan penyelidikan ini adalah:

1. Untuk mendeskripsikan set peluang pelaburan, polisi syarikat dan nilai syarikat di Indonesia.
2. Untuk mengkaji hubungan antara peluang tumbuh dengan nilai syarikat
3. Untuk mengkaji hubungan antara peluang tumbuh dengan nilai syarikat melalui polisi dividen
4. Untuk mengkaji hubungan antara peluang tumbuh dengan nilai syarikat melalui polisi struktur modal.
5. Untuk mengkaji hubungan antara peluang tumbuh dengan polisi dividen
6. Untuk mengkaji hubungan antara peluang tumbuh dengan polisi struktur modal
7. Untuk mengkaji bagaimana pemilikan pengurus memperkuat hubungan antara peluang tumbuh dengan polisi dividen.
8. Untuk mengkaji bagaimana pemilikan pengurus memperkuat hubungan antara peluang tumbuh dengan polisi struktur modal

1.5 Sumbangan Kajian

Kajian ini bertujuan memberikan beberapa sumbangan yang berkaitan dengan set peluang pelaburan, polisi syarikat dan nilai syarikat. Kajian yang dilakukan di Indonesia diharapkan akan membuat kesimpulan am tentang pengaruh set peluang pelaburan pada pasaran berkembang (emerging market).

Kajian ini diharapkan dapat menambah sorotan karya dalam menemukan proksi daripada set peluang pelaburan yang dapat digunakan untuk menentukan ciri-ciri syarikat. Kajian ini menggunakan peluang tumbuh yang terdiri daripada beberapa proksi daripada set peluang pelaburan iaitu proksi berasaskan harga, proksi berasaskan pelaburan dan proksi berasaskan varian.

Dengan set peluang pelaburan, diharapkan pengguna laporan kewangan dapat mengenal pasti ciri-ciri khusus syarikat, contohnya apakah syarikat tersebut mempunyai peluang tumbuh di masa hadapan atau tiada. Diharapkan dengan menggunakan proksi set peluang pelaburan, pelabur dapat mengetahui ciri-ciri syarikat, sehingga mereka dapat memutuskan sama ada mereka akan melakukan pelaburan. Jika pelabur lebih mengharap pulangan dividen daripada untung laba modal (*capital gain*), mereka dapat melakukan pelaburan pada syarikat yang dapat memberikan dividen yang lebih banyak. Akan tetapi jika pelabur mengharap keuntungan laba modal berbanding dividen, maka mereka dapat melakukan pelaburan wang mereka pada syarikat yang dapat meningkatkan harga saham.

Seterusnya, kajian ini diharapkan dapat menambah sorotan karya dalam bidang perakaunan khususnya dalam bidang tadbir urus korporat, iaitu dari segi peranan pemilikan pengurus dalam perhubungan antara peluang tumbuh dan

polisi syarikat, dan juga mengkaji pengaruh peluang tumbuh terhadap nilai syarikat melalui polisi syarikat. Dengan mengenalkan pembolehubah pencelah dan penyederhana, diharapkan dapat menjelaskan dengan lebih baik hubungan antara peluang tumbuh dengan nilai syarikat.

1. 6 Susunan Laporan Tesis

Laporan kajian ini mencakupi beberapa bab. Bab pertama menjelaskan latar belakang masalah, pernyataan masalah, soalan kajian, objektif kajian, sumbangan kajian, serta urutan laporan tesis. Bab kedua menyemak semula bahan-bahan bertulis yang lalu yang berkaitan dengan persoalan-persoalan kajian ini, mencakupi proksi set peluang pelaburan, polisi dividen dan struktur modal dalam teori kontrak, struktur pemilikan, polisi dividen dan struktur modal dalam teori agensi, serta hubungan antara peluang tumbuh dengan nilai syarikat. Bab ketiga membincangkan kerangka kerja konseptual dan pembentukan hipotesis-hipotesis kajian. Bab keempat membincangkan kaedah penyelidikan, mencakupi populasi dan sampel penyelidikan, penentuan dan pengukuran pembolehubah penyelidikan, pengumpulan data, dan analisis data. Dalam bab kelima dijelaskan dapatan-dapatan yang ditemui dalam kajian ini berasaskan data-data yang relevan. Bab keenam merupakan beberapa kesimpulan, perbincangan, batasan penyelidikan dan memberikan implikasi dalam kajian akan datang.

BAB 2

SOROTAN KARYA

2.0 PENGENALAN

Bab ini membincangkan dan mengulas empat perkara utama yang berkaitan dengan kajian dalam set peluang pelaburan. Pertama, sorotan karya ini akan meneliti dan mengenal pasti proksi-proksi bagi set peluang pelaburan. Sorotan ini juga akan mencuba menentukan definisi, konsep dan mengenal pasti kepentingan set peluang pelaburan sebagai penanda peluang tumbuh syarikat. Kedua, tinjauan penulisan ini akan menganalisis polisi dividen dan struktur modal yang dilakukan oleh pengurus syarikat. Tinjauan ini seterusnya akan mencuba menentukan teori yang digunakan dalam pemilihan polisi syarikat, dan mengenal pasti kepentingan polisi syarikat sebagai pembolehubah pencelah dan kaitannya dengan nilai syarikat. Ketiga, sorotan karya ini akan mengenal pasti teori agensi yang berkait dengan polisi syarikat dan struktur pemilikan. Keempat, akhir sekali perbincangan mengenai nilai syarikat. Ulasan ini juga akan mencuba mengenal pasti faktor-faktor yang menentukan nilai syarikat.

2.1 Set Peluang Pelaburan dan Proksi

Myers (1977) memperkenalkan istilah set peluang pelaburan untuk menunjukkan bahawa nilai syarikat bergantung pada pengeluaran yang dilakukan syarikat di masa yang akan datang. Nilai pasaran sesebuah syarikat terdiri daripada nilai aset di tempat dan nilai kini bagi peluang tumbuh sesebuah syarikat. Nilai kini bagi peluang tumbuh menggambarkan nilai daripada

pelaburan pada masa akan datang. Pelaburan tersebut diharapkan dapat memberikan kadar pulangan yang lebih besar daripada pembiayaan modal.

Beberapa proksi bagi set peluang pelaburan telah digunakan dalam karya perakaunan dan kewangan. Proksi-proksi tersebut dapat dikelompokkan kepada tiga jenis: proksi berasaskan harga, proksi berasaskan pelaburan dan proksi berasaskan *varians*. Proksi berasaskan harga adalah berlandaskan suatu gagasan bahawa jika syarikat mempunyai peluang tumbuh, maka hal tersebut akan mempengaruhi harga saham, sehingga syarikat yang tumbuh akan mempunyai nilai pasaran yang lebih tinggi daripada aset di tempat. Proksi berasaskan pelaburan adalah berlandaskan gagasan bahawa aktiviti pelaburan yang tinggi mempunyai hubungan yang positif dengan pelaburan itu sendiri. Penyelidikan dan pembangunan (R & D) merupakan pelaburan, dan selanjutnya akan menghasilkan peluang pelaburan untuk syarikat. Pengukuran berasaskan *varians* adalah berdasarkan bahawa pilihan-pilihan akan lebih bernilai jika kemampuan berubah daripada pulangan berasaskan peningkatan aset.

Kajian lepas menyatakan bahawa set peluang pelaburan merupakan petunjuk pertumbuhan syarikat (Gaver & Gaver, 1993; Kallapur & Trombley, 1999; Smith & Watts, 1992:). Berasaskan hal tersebut, mereka membezakan syarikat dalam dua kategori iaitu syarikat tumbuh dan syarikat tiada tumbuh berasaskan proksi set peluang pelaburan. Gaver dan Gaver (1993) menggabungkan pengukuran set peluang pelaburan menjadi satu pengukuran sahaja melalui analisis faktor. Mereka menyebutkan bahawa dengan menggunakan satu proksi daripada set peluang pelaburan memberikan hasil kurang tepat, dan mereka menyarankan untuk menggunakan skor faktor

daripada beberapa proksi set peluang pelaburan. Di samping itu, dari hasil kajian yang dilakukan mereka mendapati beberapa korelasi antara proksi set peluang pelaburan kecil. Oleh itu mereka menyarankan agar menggunakan skor faktor daripada beberapa proksi set peluang pelaburan. Beberapa proksi yang telah digunakan dalam kajian terdahulu dapat dilihat pada Jadual 2.1.

Jadual 2.1
Proksi Set Peluang Pelaburan

No	Set Peluang Pelaburan	Penyelidik	Hasil
Proksi Berasaskan Harga			
1	Nilai pasaran ekuiti campur nilai buku hutang	Kallapur and Trombley (1999)	Tiada signifikan sebagai proksi peluang tumbuh
2	Nilai pasaran aset atas nilai buku aset	Cahan & Hossain (1996); Fijrianti (2000); Hartono (1999); Norpratiwi (2001); Prasetyo (2000); Sami (1999); Subekti (2002).	Signifikan sebagai proksi peluang tumbuh
3	Nilai pasaran ekuiti atas nilai buku ekuiti.	Cahan & Hossain (1996); Chung & Chroenwoong (1991); Collins & Kothari (1989); Fijrianti (2000); Gaver & Gaver (1993); Hartono, (1999); Lewellen, Ioderer & Martin (1987); Sami (1999), Subekti (2000).	Signifikan sebagai proksi peluang tumbuh
4	Nilai buku ekuiti atas nilai pasaran ekuiti	Kallapur and Trombley (1999).	Signifikan sebagai proksi peluang tumbuh
5	Nilai buku aset atas nilai pasaran aset	Gaver & Gaver (1993) ; Kallapur & Trombley (1999); Smith & Watts (1992).	Tiada signifikan sebagai proksi peluang tumbuh
6	Nilai pasaran syarikat atas nilai buku syarikat	Cahan & Hossain (1996); Gaver & Gaver (1993).	Tiada signifikan sebagai proksi peluang tumbuh
7	Nilai buku harta benda, loji dan kelengkapan atas nilai	Kallapur and Trombley (1999);	Signifikan sebagai proksi

	syarikat	Skinner (1993).	peluang tumbuh
8	Tobin's-q,	Kallapur and Trombley (1999); Skinner (1993)	Signifikan sebagai proksi peluang tumbuh
9	Kos susut nilai atas nilai syarikat	Kallapur and Trombley (1999); Smith & Watts (1992)	Signifikan sebagai proksi peluang tumbuh
10	Nisbah keuntungan atas harga	Cahan & Hossain (1996); Chung & Chroenwoong (1991); Fijrianti (2000); Gaver & Gaver (1993); Hartono (1999); Kallapur and Trombley (1999); Kester (1984); Norpratiwi (2001); Prasetyo (2000); Sami (1999); Smith & Watts (1992); Subekti (2000).	Signifikan sebagai proksi peluang tumbuh
11	Harta benda, loji & kelengkapan atas nilai pasaran syarikat	Sami (1999)	Tiada signifikan sebagai proksi peluang tumbuh
12	Susut nilai atas jumlah aset	Sami (1999)	Tiada signifikan sebagai proksi peluang tumbuh
Proksi Berasaskan Pelaburan			
1	Biaya R & D atas nilai syarikat	Kallapur and Trombley (1999); Smith & Watts (1992).	Signifikan sebagai proksi peluang tumbuh
2	Biaya R & D atas jumlah aset	Gaver & Gaver (1993); Hartono (1999); Kallapur and Trombley (1999) .	Signifikan sebagai proksi peluang tumbuh
3	Biaya R & D atas jualan	Kallapur and Trombley (1999); Skinner (1993).	Signifikan sebagai proksi peluang tumbuh
4	Pembiayaan modal atas nilai pasaran aset	Smith & Watts (1992)	Signifikan sebagai proksi peluang tumbuh
5	Pembiayaan modal atas nilai buku aset	Sami (1999)	Tiada signifikan sebagai proksi peluang tumbuh
6	Penambahan modal atas nilai buku aset	Kallapur and Trombley (1999); Subekti (2000).	Signifikan sebagai proksi Peluang tumbuh

7	Penambahan modal atas nilai pasaran aset	Kallapur and Trombley (1999);	Signifikan sebagai proksi peluang tumbuh
9	Pelaburan atas jualan	Hartono (1999)	Signifikan sebagai proksi peluang tumbuh
10	Pelaburan atas keuntungan	Hartono (1999)	Tiada signifikan sebagai proksi peluang tumbuh
Proksi Berasas Varians			
1	Varians jumlah pulangan	Gaver & Gaver (1993); Kallapur and Trombley (1999); Smith & Watts (1992).	Signifikan sebagai proksi peluang tumbuh
2	Beta Nilai Pasaran	Fijrianti (2000); Gaver & Gaver (1993); Kallapur and Trombley (1999); Prasetyo (2000); Sami (1999); Subekti (2000).	Tiada signifikan sebagai proksi peluang tumbuh
3	Beta Aset	Skinner (1993)	Signifikan sebagai proksi peluang tumbuh
4	Varians jualan pengecilan aset	Cristie (1989); Sami (1999)	Tiada signifikan sebagai proksi peluang tumbuh
Saiz Komposit			
1	Skor Faktor	Fijrianti (2000); Gaver & Gaver (1993); Kallapur and Trombley (1999); Prasetyo (2000); Sami (1999); Smith & Watts (1992); Subekti (2000).	Signifikan sebagai proksi peluang tumbuh
2	Pembolehkan Instrumen	Gaver & Gaver (1993); Hartono (1999); Kallapur and Trombley (1999); Smith & Watts (1992);	Signifikan sebagai proksi peluang tumbuh

Gaver dan Gaver (1993), Smith dan Watts (1992), Sami, etc (1999) dan Hartono (1999) mengatakan bahawa satu proksi berkemungkinan tiada tepat untuk membezakan syarikat dalam dua kategori iaitu syarikat tumbuh dan

syarikat tiada tumbuh. Oleh itu, mereka memberikan saranan untuk menggunakan proksi yang lebih banyak. Berasaskan hal tersebut, maka kajian–kajian yang dilakukan menggunakan proksi set peluang pelaburan yang lebih banyak sebagai petunjuk pertumbuhan syarikat.

2.2 Polisi Dividen dan Struktur Modal dalam Teori Kontrak

Teori kontrak menggunakan andaian utama bahawa pemilihan polisi syarikat bertujuan memaksimumkan nilai syarikat. Anggapan ini muncul selepas adanya perdebatan mengenai idea perakaunan positif. Perakaunan positif menghuraikan bahawa perbezaan prosedur perakaunan dan polisi syarikat adalah kerana sifat atau perlakuan pengurus (Watts & Zimmerman, 1990). Perbezaan pemilihan prosedur perakaunan dan polisi syarikat berhubungan dengan perspektif kontrak yang efisien dan perspektif pengurus yang oportunis. Dalam perspektif perakaunan yang efisien, pengurus akan memilih kaedah perakaunan yang dapat meminimumkan kos agensi, dan akan memaksimumkan nilai syarikat.

Berasaskan ciri-ciri syarikat dan kos agensi maka syarikat yang menggunakan perspektif kontrak yang efisien, akan mencari suatu penyelesaian persoalan yang terbaik dalam amalan polisi syarikat dan prosedur perakaunan yang dapat diterima oleh pengurus mahupun pemegang saham (Skinner, 1993). Pengurus syarikat akan membuat polisi pembayaran dividen yang akan meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Jika syarikat mempunyai aliran wang tunai bebas, maka aliran wang tunai bebas tersebut tidak digunakan untuk melakukan suatu pengeluaran yang bukan optimum, atau melakukan pelaburan yang tidak memberikan nilai kini yang positif. Begitu

juga dengan polisi pembiayaan, pengurus syarikat akan membuat polisi pembiayaan yang akan meningkatkan kemakmuran pemegang saham.

Sebaliknya, daripada perspektif pengurus yang mementingkan dirinya sendiri, perbezaan dalam pilihan prosedur perakaunan dan polisi syarikat sebagai akibat kecenderungan pengurus dalam memberikan maklum balas kontrak untuk mengoptimumkan kepentingannya.

Smith dan Watts (1992) telah mengkaji perspektif kontrak yang efisien, mereka mengkaji hubungan antara ciri-ciri syarikat dengan set peluang pelaburan. Smith dan Watts membuat ramalan mengenai hala hubungan antara set peluang pelaburan dengan polisi pembiayaan, dividen dan pembayaran syarikat. Mereka menyatakan bahawa syarikat yang mempunyai peluang tumbuh diharapkan akan mempunyai hutang atas ekuiti yang lebih rendah dalam struktur modal. Hal ini kerana pembiayaan melalui ekuiti akan mengawal kemungkinan masalah pelaburan yang rendah (*under-investment problems*) yang berkaitan dengan hutang yang mempunyai risiko (Myers, 1977).

Teori keseimbangan diperkenalkan oleh Myers (1984) merupakan pengubahsuaian daripada *pecking order theory*. Dalam teori keseimbangan dijelaskan bahawa syarikat mempunyai alasan yang baik untuk menghindari pembiayaan pelaburan dengan ekuiti. Ada dasar ramalan empirik yang dipertahankan, iaitu syarikat ingin mencapai keseimbangan antara kos dengan faedah daripada hutang dalam mencapai nisbah leveraj optimum. Selagi terdapatnya manfaat daripada hutang yang tinggi, maka syarikat akan terus menggunakan hutang. Akan tetapi apabila manfaat daripada hutang sudah menurun, dan kos atau risiko gagal bayar sudah meningkat, maka syarikat akan

menghindari pembiayaan dengan hutang, dan syarikat beralih pada ekuiti dengan cara menjual atau mengeluarkan saham baru.

Smith dan Watts (1992) juga mendapat bukti bahawa syarikat tumbuh cenderung untuk memilih pembayaran dividen yang rendah untuk menurunkan masalah-masalah agensi yang berhubung kait dengan aliran wang tunai bebas. Secara keseluruhan mereka memberikan bukti yang menyokong pendapat bahawa keputusan polisi syarikat bermotivasikan keinginan pengurus untuk menyelesaikan konflik secara efisien antara syarikat dengan pihak-pihak dalaman dan luaran yang melakukan kontrak.

Menurut Smith dan Watts (1992), aliran wang tunai syarikat berkaitan dengan pelaburan dan polisi dividen. Semakin besar jumlah pelaburan pada satu masa, semakin kecil dividen yang dibayar dan semakin besar syarikat tersebut mengeluarkan ekuiti yang baru. Jensen (1986) memberikan pendapat bahawa syarikat yang mempunyai peluang tumbuh mempunyai aliran wang tunai bebas yang lebih kecil dan pembayaran dividen yang lebih rendah. Sehingga akan ada hubungan negatif antara peluang tumbuh dengan pembayaran dividen.

Ada dua pendapat yang menguatkan pendapat tersebut. Pertama, Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) mengemukakan bahawa pengeluaran ekuiti yang baru merendahkan kos agensi melalui penyediaan pengawalan yang efektif. Syarikat yang mempunyai pilihan tumbuh yang rendah, jarang melakukan pengeluaran ekuiti yang baru sekiranya syarikat tersebut melakukan pembayaran dividen yang sedikit. Kedua, perjanjian dividen yang menetapkan jumlah maksimum pembayaran dividen secara efektif memaksa syarat pelaburan yang minimum (Kalay 1982; Smith & Warner, 1979) dan dengan

demikian, akan mengurangkan masalah pelaburan yang rendah. Semakin tinggi pembatasan polisi dividen, maka akan semakin sedikit kemungkinan pengurus untuk mengambil sesuatu projek pelaburan yang memiliki nilai kini yang negatif. Syarikat yang mempunyai peluang pelaburan yang menguntungkan syarikat, memerlukan wang tunai yang lebih besar. Oleh itu syarikat yang mempunyai pilihan tumbuh yang lebih banyak diharapkan akan membayar dividen yang lebih rendah. Anggapan ini konsisten dengan hipotesis *pecking order* (Myers & Majluf, 1984). Hipotesis tersebut mengemukakan bahawa syarikat yang menguntungkan bermotivasi untuk membayar dividen yang lebih sedikit sebagai salah satu cara untuk mendapatkan dana dalaman yang lebih besar untuk projek-projek pelaburan syarikat tersebut. Selanjutnya, untuk syarikat yang tumbuh, peningkatan dividen akan menjadi petanda buruk kerana dianggap syarikat tersebut akan mengurangkan rancangan-rancangan pelaburan (Hartono 1999).

Menurut Gaver & Gaver (1993) *dividend yield* mempunyai hubungan negatif yang signifikan dengan set peluang pelaburan, tetapi pembayaran dividen tiada hubungan yang signifikan. Sami, et al (1999) menunjukkan bahawa set peluang pelaburan mempunyai hubungan negatif yang tidak signifikan dengan hasil dividen. Sebaliknya set peluang pelaburan mempunyai hubungan yang positif dengan pembayaran dividen.

Myers (1977) menghuraikan bahawa nilai peluang pelaburan syarikat bergantung pada cara pengurus melakukannya. Jika syarikat mempunyai hutang yang mempunyai risiko, dan pengurus melakukan pelaburan pada projek yang memberikan nilai kini positif, hal ini akan menyebabkan kemungkinan penurunan harga saham. Hal ini kerana pemberi hutang